

投資環境と金融市場の見通し（119）

2023年 7月28日

田淵英一郎

I. 要約

< 景気・インフレ・金融政策 >

- ① 資源高からの卸売物価インフレはピークアウト、モーメンタムは減速中。需要回復と人手不足（供給制約）からサービス価格、人件費の上昇圧力が続いており、消費者物価上昇率は中央銀行の目標を上回り高止まりしている。
- ② 主要4地域（米国、ユーロ圏、中国、日本）における、景気動向と物価上昇の水準・方向性は、各々異なった状況となっている。

米国の景気見通しは「ソフトランディング」観測が強まり、楽観的となってきた。物価上昇圧力の軽減も確認される。

ユーロ圏は1～3月期で2四半期連続のマイナス成長(=テクニカル・リセッション)となり、今年後半にかけて鈍化基調が続く。インフレ上昇は未だピークアウトせず。中国の4～6月期は+3%台の成長に減速し、今後は「不動産不況」の影響が一段と顕在化する。物価上昇圧力も弱く、「デフレ状況」が強まる。

日本の景気は低水準で推移し、一方、物価はジリ高基調で実質+4%増ペースである。
- ③ 6月開催のFOMCの議事内容が明らかになると（7月5日）、FRB内部での“タカ派姿勢”の強いことが明らかになった。一方、金融市場参加者は楽観的な見方を続ける。景気への楽観的観測と物価統計から、警戒マインドは徐々に軟化している。市場参加者のコンセンサス（年内の利上げは今回7月を含めても「あと1回」）に変わりはない。
- ④ 各国中央銀行の金融政策にも跛行性がある。FRB、ECBは7～9月に小幅の政策金利の引き上げを行った後は、いったん利上げを休止する公算が大きい。中国は緩和気味。日銀は「金融緩和継続」を表明しているが、「YCC政策」修正の観測が強まっており、早ければ今回7月、もしくは次回9月という可能性が高い。

< 債券・為替・株式市場 >

- ① 米国と日本の金融市場は、今後の金融政策を巡る思惑により足元乱高下している。米国はFRBの表明よりも楽観的な見方（引き締めは最終段階）から、株価は年初来高値の連騰を見せた。日本は緩和政策の修正観測が強まって、円高と株価調整となったが、「修正無し」の見方が復活し円安・株高となった。
- ② 金融市場参加者の楽観的な見方は、FRBの強硬スタンスにすり寄りざるを得なくなり、短期金利（2年物国債）は2007年以来16年ぶりの5%水準まで上昇した。長期金利（10年物国債）は金融不安が高まった3月の4.1%を一時超えた。長短金利差は1981年以来42年ぶりの格差となったことから、米ドルは内外金利差拡大を背景に、対円に対して再度買われた。
- ③ 今回7月でのFRB、ECB、日銀による金融政策の対応から、今年後半の各国での方向性が示唆される。FRBの引き締めスタンスは最終段階。ECBは引き続き引き締め姿勢を続けるが、スローダウンも見えてきた。日銀は“ファインチューニング”対応でそろりと緩和策修正に動きだした。今年前半の「ドル高・ユーロ高・円安」基調が反転するターニングポイントを迎えた。
- ④ 海外株式市場も、強弱マチマチの跛行色ある展開。NYダウ平均は直近13連騰して年初来高値を更新する勢い。S&P指数の年初来上昇率は+20%に達する。欧州株式は横這い・低調で上値が重い。中国上海・香港市場はさらに軟弱で下値模索の動き。
- ⑤ **東京株式市場**は、4月からの外国人投資家による現物株式が一段落すると上昇一服となった。年初来上昇率は+29%。上昇相場第2弾となる条件としては、
 - ・ 2023年度企業業績が上方修正となる
 - ・ ROE（株主資本利益率）が改善する確信度合いが高まる
 - ・ 貯め込んだ内部留保資金の積極的活用（設備投資、株主還元）が確認される
 - ・ 2024年以降の賃上げが継続する（＝実質賃金低下の是正）
- ⑥ 4～6月の上昇過程で、個人投資家は2.9兆円、信託銀行（年金基金）は2.7兆円の利食い売却を行った。待機資金は十分であり、外国人投資家（中長期スタンス）の再参入とともに、“押し目買い”のタイミングを図っている、と期待される。上記⑤の強気要因が見えてくれば、株式市場への資金流入が期待される。

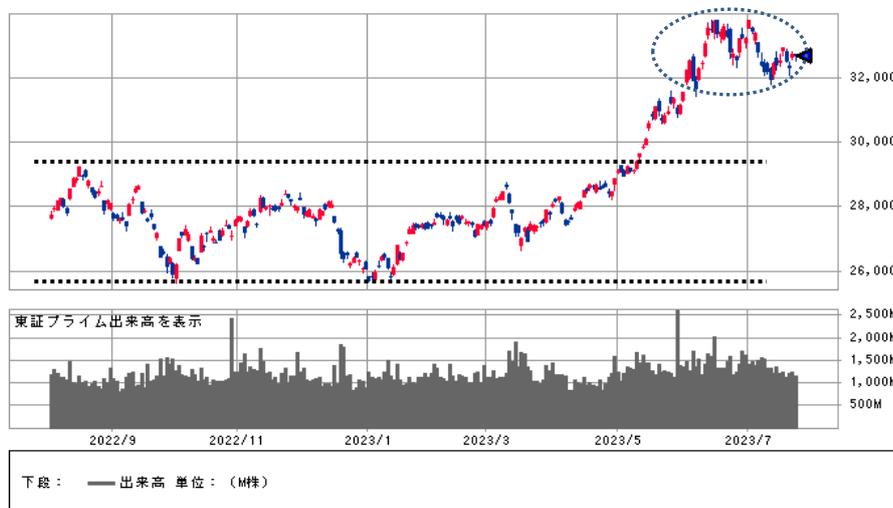
Ⅱ. トピックス

(1) 東京株式市場の現状・見通し

日経平均株価は、5月のゴールデンウィーク中にレンジの上値だった29000円を抜けると、6月19日に33772円まで上伸した。1ヵ月半で+16%、年初来では+29%の上昇率となった。

牽引役だった外国人投資家は、1～3月期は現物株式・先物合計で+0.23兆円の買い越しとほぼ静観だった。4月に現物・先物合計で+3.03兆円の買い越しに転じて、4～6月期では現物+6.11兆円、先物+1.28兆円、合計+7.39兆円の大幅買い越しとなった。7月（～第2週）は+9465億円、買い付けテンポは一段落となっている。

日経平均株価（日足：1年）



短期的には、32000～34000円での高値保ち合い圏での膠着状態。

- ① 個人投資家、信託銀行（年金基金）は“利食い売却”優先で売り上がり
- ② PER（株価収益率）は15倍強で過去のレンジでは割高圏にある
- ③ 今回の上昇相場の牽引材料をかなり織り込んだ
- ④ 今年後半でのマクロ・ミクロ材料である、「日銀の金融政策」「為替見通し」「企業業績（上方修正の可能性）」を見定めたいというマインド

上昇相場第2波が継続する条件としては、

- ① 2023年度・24年度企業業績の上方修正の可能性
- ② ROE（株主資本利益率）が改善するという確信度合い
- ③ 貯め込んだ内部留保資金の積極的活用（設備投資、株主還元）が確認される
- ④ 2024年以降も賃上げが継続される（＝実質賃金低下の是正）

中・長期の外国人投資家（欧米の大手資産運用会社）の一部には、遅ればせながら日本株に対する投資判断を引き上げたところが出始めている。

ブラックロックは6月末に、「弱気」から「中立」に変更した。日銀による緩和政策の継続と株主還元の積極化を評価した。

シュローダーも「弱気」から「中立」に投資判断を引き上げた。

一方で、UBSグローバル・ウェルス・マネジメントは、バリュエーションが割安でなく、自社株買いも当面抑制されることから、調整した水準が買い場としている。

個人投資家は、4～6月の3ヵ月間で現物株を2兆9128億円の“利益確定の売り”を行った。その結果、待機資金（証券口座でのMMF残高）は過去25年間では最高の金額まで積み上がっている。6月末時点では15.2兆円の残高と推計され、直近3ヵ月では2兆円増加した。タイミングを見ての“押し目買い”を狙っている。

信託銀行（年金基金の運用資金）も、4～6月には2兆7105億円売り越すと、個人投資家に匹敵する売却を行った。

個人投資家・年金基金ともに、日本株に押し目があれば、再度買いに向かうことが予想される。

(2) 東証上場企業の「低収益（ROE）」「低株価（PBR）」是正取り組み

$$\begin{aligned} \text{PER} &= \text{P (株価)} / \text{E (1株当たり利益)} \\ &= \text{P/B} \div \text{E/B} = \text{PBR} \div \text{ROE} \\ \text{ROE} &= \text{PBR (株価純資産倍率)} \div \text{PER (株価収益率)} \\ &= 1.37 (\text{倍}) \div 15.22 (\text{倍}) \\ &= 0.0900 \\ &= 9.00 (\% : 7月27日現在、日経平均採用銘柄) \end{aligned}$$

日経平均採用銘柄のROE（株主資本利益率：予想）値は9.0%と推計される。

同様に、

$$\begin{aligned} \text{JPX日経400採用銘柄} &= \underline{9.63\%} \\ \text{東証プライム全銘柄} &= \underline{8.53\%} \end{aligned}$$

7月9日の日本経済新聞記事では、

- ① 東証プライム上場企業（除く金融）1630社の今期予想ROE=9.0%
- ② 22年度比では▲0.4ポイント低下する
- ③ 投資家が要求する水準（ROE=8%）は平均値では超えているものの、半数の企業は8%を下回っている
- ④ ROE=8%を下回る企業は、PBR（株価純資産倍率）が1倍を下回っている場合が多い（PBR（1倍）=PER（12倍）×ROE（8%））
- ⑤ 米国企業（S&P500）のROE（20%）、欧州企業（ストックス600）のROE（16%）とは依然格差がある

東京証券取引所（JPX）は今年3月に、「資本コストや株価を意識した経営の実現」を要請した。プライム市場銘柄の50%、スタンダード市場の60%が、

「ROE8%未満、PBR1倍割れ」

であり、課題が多い。「資本コスト」「株価」を意識した経営の実現の為に、

「現状分析」=>「計画策定・開示」=>「実行（経営推進、投資家への説明）」を要請している。

「ESG」への取り組み・開示と同様に、進捗と同一業種内企業間格差が予想される。

(2) 岸田政権

【 内閣支持率 】

- ・ 日経新聞（6月25日）… 支持39%（▲ 8%）、不支持51%（+ 7%）
- ・ JNN（7月1日）… 支持41%（▲ 6%）、不支持56%（+ 8%）
- ・ NHK（7月10日）… 支持38%（▲ 5%）、不支持41%（+ 4%）
- ・ 時事通信（7月10日）… 支持31%（▲ 4%）、不支持39%（+ 4%）
- ・ 朝日新聞（7月16日）… 支持37%（▲ 5%）、不支持50%（+ 4%）
- ・ 共同通信（7月16日）… 支持34%（▲ 7%）、不支持49%（+ 7%）
- ・ 産経・FNN（7月16日）… 支持41%（▲ 5%）、不支持54%（+ 5%）
- ・ 毎日新聞（7月23日）… 支持28%（▲ 5%）、不支持65%（+ 7%）
- ・ 読売新聞（7月23日）… 支持35%（▲ 6%）、不支持52%（+ 8%）

読売新聞の世論調査（7月23日）では、先月（6月25日）に続いて、不支持率が前月比+7%（6月：+11%）と増加した。読売新聞は、基本的に“自民党支持色”が強いが、岸田首相が6月に衆院解散の見送りを表明してからは、岸田政権の政策に対する批判的な社説：

「増税判断の時期を誤るな」

「LGBT法を拙速に成立させた首相の責任は重い」

を13、17、18日と掲載し、論調が変化してきている。読売新聞の渡邊恒雄代表論説主筆は岸田首相の父親（岸田文武元衆院議員）と東京帝大での同級生であり親友。

「マイナンバーカード」をめぐる混乱が続いており、批判が収まらない。

- ① 「健康保険証を廃止」して「マイナンバーカード」に代替するという、ハード面での対策で普及を図ろうと拙速・強硬に対応した
- ② 医療現場でのオペレーションの問題や、個人情報漏洩や市区町村役所での業務ミスという問題に発展してきている
- ③ 本来なら、「マイナンバー」（国民総背番号：納税・年金・社会保障・社会手当給付などを一元的に管理する）と「デジタル対応」（情報管理・共有、個人情報保護）は、表裏一体のシステムとしてトータル構築されるべきもの

「マイナンバー問題」が顕在化してきたことで、国の第三者機関「個人情報委員会」は7月19日、「デジタル庁」への立ち入り検査を始めた。個人情報の漏洩トラブル（別人の住民票発行、健康保険証に他人を登録、他人の年金情報と紐付け転記、他人口座への誤入金 etc.）が、地方自治体の窓口で連鎖的発生となったことで、システム全体を管理するデジタル庁の事前対策が不十分だった可能性があるとの認識である。

「デジタル庁」の職員は800人、関連省庁出身者が500人、民間採用が300人による、プロジェクト・チームを組んでの体制が機能不全を起こしている。

「デジタル庁」も「個人情報委員会」も、担当は河野太郎大臣である。

さらに「インボイス制度」（消費税の納税手続きに使用される事業者間の請求書）が本年10月1日から始まる。制度の発足にあたって、中小企業における手続きの煩雑さを嫌う、これまでの益税が表面化してしまう、取引先の選別が始まるなどから、小規模事業者での反対の意向は今から強まっている。消費の現場での混乱予想から政治問題化しかねないことで、今秋の衆院解散・総選挙の実施にも影響するとの観測が強まっている。

衆参両院での補欠選挙が10月22日にあるので、6月での国会解散・7月総選挙が見送られたことから、今秋なら10月22日総選挙実施が有力と観測されている。

9月中・下旬には解散表明しなければならないが、内閣改造なのか、解散・総選挙なのか、内閣支持率の推移も絡んで「インボイス制度」の影響も無視出来なくなる。

週刊文春が4週連続で、木原官房副長官の妻が関与したとされる殺害事件について報道している。岸田首相の最側近であり、岸田政権が打ち出している重要政策（特に経済政策）はほとんど木原副長官が差配・取りまとめている。この問題がスキャンダル化して支持率や選挙結果に影響したり、辞任・交替ということになれば、長期政権を目指す岸田政権の戦略にも影響を及ぼしかねない。

Ⅲ. 景気・物価動向

【 インフレ動向 】

○ 主要国 物価上昇率（6月）

| | 卸売物価・コア分*（ 5月分 ） | 消費者物価・コア分*（ 同 ） |
|------|-------------------|------------------|
| 米国 | ： + 2.6%（+ 2.8%）↓ | + 4.8%*（+5.3%）↓ |
| ユーロ圏 | ： — （+ 3.4%）↓ | + 5.4%*（+5.3%） |
| 英国 | ： — （ — ） | + 6.9%*（+ 7.1%）↓ |
| 中国 | ： ▲ 5.4%（▲ 4.6%）↓ | + 0.4%*（+ 0.6%）↓ |
| 日本 | ： + 4.1%（+ 5.1%）↓ | + 3.3%*（+ 3.2%） |

○ 主要国 消費者物価（コア分）上昇率のピーク比較

| | ピーク時期 | 上昇率 | 直近値（6月） |
|------|---------|--------|---------------|
| 米国 | ： 22年9月 | + 6.6% | + 4.8% ▲ 1.6% |
| 中国 | ： 10月 | + 2.9% | + 0.4% ▲ 2.5% |
| 英国 | ： 11月 | + 6.6% | + 6.9% + 0.3% |
| 日本 | ： 23年1月 | + 4.2% | + 3.3% ▲ 0.9% |
| ユーロ圏 | ： 3月 | + 5.7% | + 5.4% ▲ 0.3% |

卸売物価はエネルギー価格の下落が続いており、ピークアウトからモーメンタムの鈍化が継続している。

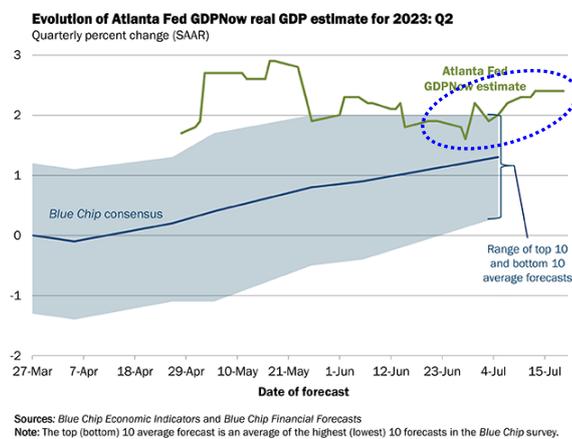
消費者物価（コア：除くエネルギー）も時間差を伴っているが、米国でようやくモーメンタムの鈍化が確認されるようになった。ユーロ圏、英国では高止まり。中国は、“デフレ懸念”がますます強まってきた。日本は3%台で横這いだが、政策効果の恩恵があり、実態は+4%上昇（後述）。

IMFが7月25日公表した世界経済見通しでのインフレ上昇率予想は、2023年平均で、米国4.4%、ユーロ圏5.2%、日本3.4%。
先進国・地域での2023年は4.7%、24年は2.8%。

米国 :

米国経済は、景気後退を避けつつ（＝ソフトランディング）、インフレも鎮静化する方向にある、との楽観的見方・マインドが強まった。7月のFOMC後の会見では、「FRBスタッフは景気後退を予測していない」ことが明らかになった。

【 アトランタ連銀 GDP Now 】



雇用統計（6月）の非農業部門雇用者数は前月比+20.9万人増で、事前予想（23万人）を下回った。5月分は+33.9万人から+30.6万人に下方修正された。直近3月（+16.5万人）をボトムに反転している。失業率は3.6%で、5月（3.7%）から若干改善した。

卸売物価指数上昇率（6月）は前年同月比+0.1%で、5月（+1.1%）から一段と低下。22年3月（+11.7%）をピークに12ヵ月連続の鈍化。コア指数は前年同月比+2.6%で、5月（+2.8%）から低下。

消費者物価上昇率（6月）は前年同月比+3.0%で、2022年6月（+9.1%）のピークから12ヵ月連続の鈍化。コアベース（除く食品、エネルギー）も同+4.8%で、5月（+5.3%）から鈍化した。3月分から総合指数の上昇率を上回り、その差（主としてサービス価格）が拡大している。

欧州圏 :

ユーロ圏の消費者物価上昇率（6月）は前年同月比+5.5%で、5月（+6.1%）から2ヵ月連続で伸び率鈍化。

コアベース（除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ）は+5.4%で、5月（+5.3%）から横這いで推移。

国別では、ドイツ+6.8%、イタリア+6.7%、フランス+5.3%などが牽引役で、スペインとベルギーは+1.6%。

英国の消費者物価上昇率（6月）は前年同月比+7.9%、5月（+8.7%）から鈍化した。コア指数（除くエネルギー、食品）は+6.9%で、5月（+7.1%）から若干鈍化した。

英国では平均賃金の上昇が続いており、物価上昇の高止まりに繋がっている。

さらに今年後半には「テクニカルリセッション」懸念が強まっている。

調査会社キャピタル・エコノミクスは、英国の7～9月期のGDP成長率は▲0.1%、10～12月期は▲0.3%と2四半期連続のマイナス成長予想とした。

新興国（中国）

2023年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.3%、2022年10～12月期（+2.9%）、1～3月期（+4.5%）から伸びは拡大している。

上海市を中心とした「ゼロコロナ政策」の終焉に伴う反動の効果が継続しているが、事前予想（+6.9%）を下回った。

リバウンド効果を考慮する為に2021年の4～6月期との比較では+3.3%しか成長していない。鉱工業生産、小売売上も+3%台の減速。

前期比成長率は、1～3月期の+2.2%から4～6月期は+0.8%（前期比年率：+3.2%）に減速した。

名目成長率は前年同期比+4.8%、1～3月期は+5.0%。

| | 1～3月 | 1～6月 |
|---------------|----------|----------|
| 鉱工業生産（2年前同期比） | ： + 4.7% | + 3.6% ↓ |
| 小売売上（2年前同期比） | ： + 4.5% | + 3.7% ↓ |
| 固定資産投資（前年同期比） | ： + 5.1% | + 3.8% ↓ |

さらに足元では、不動産市場の減速による景気の先行きへの不安感が強まっている。4～6月期のGDP統計では、不動産業は前年同期比▲1.2%と息切れしている。中国の不動産関連産業はGDPの約30%を占めている。新築住宅販売は、前年比でマイナスに落ち込み、中古住宅の値下りには歯止めがかからない。将来の価格値上りを期待して投資用にマンションを買い込んだ富裕層が、投げ売りを始めたとの報道もある。

卸売物価（6月）は前年同月比▲5.4%、5月（▲4.6%）から一段と鈍化して9ヵ月連続のマイナスとなった。

消費者物価（6月）は前年同月比かわらず、4月（+0.1%）、5月（+0.2%）とゼロ水準での横這い推移が続く。

除くエネルギー、食品のコアベースは同+0.4%、5月（+0.6%）から鈍化した。

日本 :

((賃上げ動向))

2023年春季労使交渉（春闘）での賃上げ率（連合最終集計）は+3.58%で前年比+1.51ポイントの上昇だった。1993年（+3.90%）以来の高水準だった。300人未満の中小組合では、前年比+3.23%で昨年比+1.27ポイント上昇となった。

実質賃金（5月）は前年同月比▲1.2%で、14ヵ月連続のマイナスが続く。物価上昇に追いつかない状況が続く。4月（▲3.2%）からは縮小。

現金給与総額（名目）が+2.5%増、物価（持ち家賃換算分を除く総合指数）上昇率は+3.8%、4月（+4.1%）から鈍化。

（（ インフレ動向 ））

企業物価指数（6月）は前年同月比+4.1%、3月（+7.2%）、4月（+5.8%）、5月（+5.1%）から上昇モーメントは急速に鈍化している。電力・都市ガス・水道料金が政府の価格抑制政策により同+5.3%と、5月（+12.18%）から急減した。指数全体の上昇率を▲0.6%pt押し下げている。

消費者に近い飲食料品は+7.4%で、4月（+7.5%）、5月（+7.9%）から高止まりしている。

消費者物価（6月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+3.3%、上昇率は4月（+3.4%）のピーク、5月（+3.2%）の水準で高止まりしている。プラスは22ヵ月連続、日銀の目標水準（+2%）を2022年4月から15ヵ月上回っている。電気・ガス料金抑制と全国旅行支援の政策効果が▲1.1%ptと試算され、政策効果なかりせば実態は+4.4%上昇となる。

生鮮食品とエネルギーを除くコアコアCPIは同4.2%上昇で、5月（+4.3%）から伸び率は縮小した。

（（ 景気動向 ））

日銀が7月3日発表した全国企業短期経済観測調査（短観：6月）は大企業の製造業、非製造業の景況感がそろって改善した。業況判断指数（DI）は、大企業の製造業でプラス5（前回3月プラス1）から上昇、7四半期ぶりに改善した。

大企業の非製造業のDIもプラス23、5四半期連続で改善し、2019年6月調査以来の高水準となった。

IV. 金融政策・市場動向と見通し

主要国中央銀行の今年後半の金融政策決会合スケジュールは次のとおり。

| | 日本 | 米国 | ECB | 英国 |
|-------|--------|--------|-----|-----|
| 7月 : | 27、28日 | 25、26日 | 27日 | |
| 8月 : | | | | 3日 |
| 9月 : | 21、22日 | 19、20日 | 14日 | 21日 |
| 10月 : | 30、31日 | 30日～ | 26日 | |
| 11月 : | | 1日 | | 2日 |
| 12月 : | 18、19日 | 12、13日 | 14日 | 14日 |

Cf. = 利上げが予想される政策決定会合

7月のFRB、ECBは、“小幅利上げ(=0.25%)”がほぼ確実。
英国も8月、9月と連続利上げ。ECBは9月も可能性大。

日本は7月か9月に「YCC政策」の第2次修正の可能性がある。
それは、「物価上昇」対応や「金融正常化(=副作用対応)」の為の「金融引き締め」という強い金融調節・メッセージではなく、「円安進行にブレーキ」目的か、「債券市場の変動性・流動性確保」といった消極的理由を掲げたファインチューニングというニュアンスでの説明となる、と予想される。

米国

FRB内部では委員によって見解はタカ派・ハト派に分かれているが、対外的な公式見解としては、「利上げは年内あと2回(+0.5%)」である。

一方、金融市場の参加者は「(あっても)年内はあと1回」という楽観的見方が支配的であり、先行きの金融政策・長期金利の見方にはギャップがある。

7月のFOMCでの+0.25%の利上げは、金融市場でほぼ100%織り込まれている。12月までに2回目を実施する確率は20%程度に留まっている。

6月13・14日に開催されたFOMCの議事要旨が7月5日公開された。

複数の（2～3名程度では無い）参加者が、政策金利（FF金利）の引き上げを主張して、「年内での利上げ継続」を述べていたことが明らかになった。

FOMC参加者（18名）のうちの先行きの見解の分布状況は、

- ・ 年内にあと2回 = 9名
- ・ " 3～4回 = 3人
- ・ " 1回 = 2人
- ・ " 0回 = 2人

であり、市場の想定以上に“タカ派色”の強い討議内容と見通しだった。

そもそもFOMC後に公表された参加者による経済見通しでは、23年末の政策金利予想は5.6%と、従来見通しの5.1%から+0.5%引き上げられている。

利上げピークアウト時期は後ろずれし、着地点が未だ見通せない段階にある。

「物価上昇率が、目標である2%に落ち着く明確な兆候はほとんどない」

「引き締め効果の多くはすでに実現した可能性がある（＝追加引き締め措置が必要）」

「引き締め効果が遅れて出てくるリスク（＝景気のハードランディング）がある」

などのコメントが明らかになった。

「引き締め過ぎのリスクより、引き締めが足りないリスクの方が大きい」

という認識がコンセンサスである。

FRBは7月25・26日開催のFOMCで、0.25%の利上げを決定した。

6月に見送った利上げを2ヵ月ぶりに実行した。政策金利（FF金利）の誘導目標は5.25～5.50%で、2001年3月以来、22年ぶりの水準となった。

昨年3月から11回目で、累計5.25%の政策金利引き上げである。

公表された声明文では、追加の金融引き締めに関しては、「これまでの累積した利上げ効果や時間差効果を見極め会合毎に対応する」という前回までの説明を踏襲した。

FRBが2022年6月から開始した保有資産削減（＝テーパリング：量的引き締め）は、予定した金額を下回り削減が遅れている。総資産（7月19日時点）は8.27兆ドルで、1年前の予定金額を4000億ドルほど上回っている。

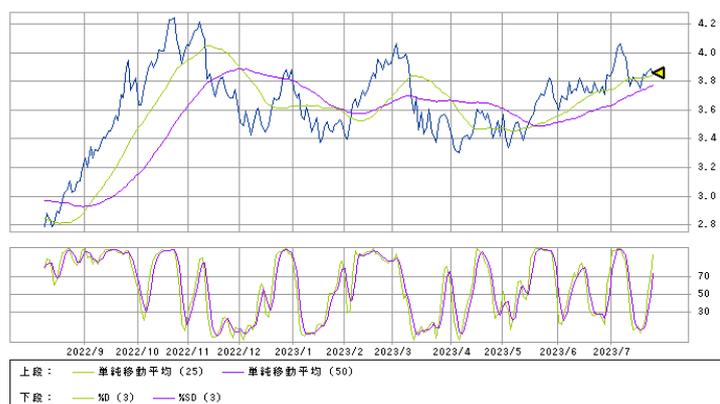
その分、「カネ余り」が継続している、とも言える状況にある。

「引き締め政策の継続」「年内利下げ観測の後退」の流れを受けて、短期金利は一段と強含んだ。2年債利回りは5%を超えて3月の米銀破綻時の水準を上回り、2007年以来16年ぶりの水準となった。

短期金利（2年国債利回り）は7月6日、5.1%台と2007年以来16年ぶりの高水準を付けた。長期金利（10年国債利回り）は、4ヵ月ぶりに4%を超えの水準まで上昇した。

2年債と10年債の利回り格差は1.1%と3月時点より拡大して、1981年9月以来およそ42年となった。

米国10年債利回り（日足：1年）



オーストラリア準備銀行（中央銀行）は7月4日の理事会で、政策金利（4.10%）を据え置いた。6月6日に+0.25%の引き上げを行い、7月・8月でも連続した利上げが予想されていたので、サプライズとなった。ロウ総裁は「インフレがピークに達し、5月の消費者物価指数上昇率が減速した」と説明した。

ニュージーランド準備銀行（中央銀行）は7月12日の政策会合で、主要政策金利（オフィシャル・キャッシュ・レート）を2年ぶりに据え置いた。前回5月24日に+0.25%引き上げて5.5%まで、12回連続で政策金利を引き上げてきたが、利上げの休止を検討・示唆していた。

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利（10年国債：3.86%） : 3.50 ~ 4.30%

欧州

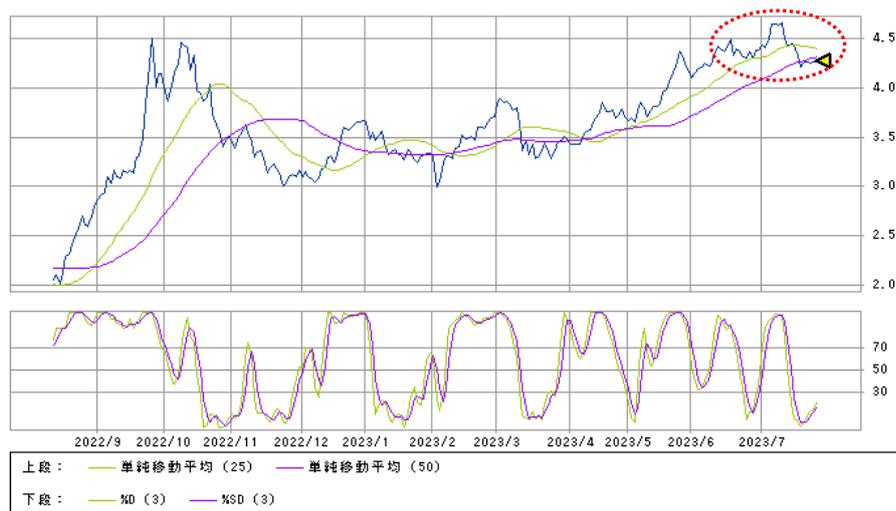
ECBは7月27日の定例理事会で、5月4日、6月15日に続く3会合連続での+0.25%の利上げを決定した。主要政策金利は4.25%、中銀預金金利は3.75%となる。9会合連続の利上げ（累計+4.25%）で、2000~01年の過去最高水準となる。

ECBは、「インフレが鎮静化する確証が無い限り利上げを続ける」との一貫した基本方針を変えていない。主要国であるドイツ・イタリア・フランスの物価上昇がピークアウトしない限り、利上げは継続される。一方で、会合後のラガルド総裁の会見では、「今後の利上げペースはデータ次第」との新たな説明が為された。

英国イングランド銀行（BOE）は6月22日、政策金利を0.5%引き上げて年5.0%とした。

次回の会合は8月3日で、「利上げ継続（+0.25~0.5%）」が予想される。市場では「年末までに政策金利は6%水準まで引き上げられる」と見ている。

英国10年債利回り（日足：1年）



日本

4月9日に就任した植田総裁は、ハネムーン期間（就任後3ヵ月間）は前任者踏襲・現状維持の姿勢を頑なに守り続けてきた。7月27・28日に開催する金融政策決定会合では、金融政策の修正の可能性について盛り上がっており、見方が分かれている。

「YCC政策」を修正する可能性については、「修正あり」40%、「修正無し」60%程度、というような事前予想状況にある。

政策修正が為されるのなら、

- ① 「YCC政策」での変動許容幅を現在の0.5%程度から1%程度に拡大
- ② 操作する金利の対象を現在の10年債から短い5年債に変更
- ③ 「YCC政策」自体の撤廃
- ④ 長期金利の誘導目標引き上げ

「今回変更あり」とする根拠としては、

- ・ いずれ修正するのであれば、スミージング対応で7月からまず動き始める
- ・ 今年後半は、欧米中銀の政策変更の一段落や解散・総選挙が想定されるので、そこまで引き延ばす（=今秋に動く）のはリスクが高い
- ・ 植田総裁は従来から、「YCC政策の修正は『サプライズを伴わざるを得ない』」と説明している

「今回も政策修正見送り」とするならば、植田総裁への批判・風当りは一段と強まることになる（先月に詳述）。

- ① 期待された経済学者、日銀審議委員としての知見・経験を活かして、「出口戦略」に着手する姿勢が見えない
- ② 物価上昇率が実質的に+4%を超えているのに、「デフレリスク」を強調して「超金融緩和」政策に拘っている
- ③ 米国FRB、岸田政権（首相官邸）、財務省への「気配り・忖度」姿勢が徐々に明らかになってきている

内田日銀副総裁は日本経済新聞とのインタビュー（7月6日）で、

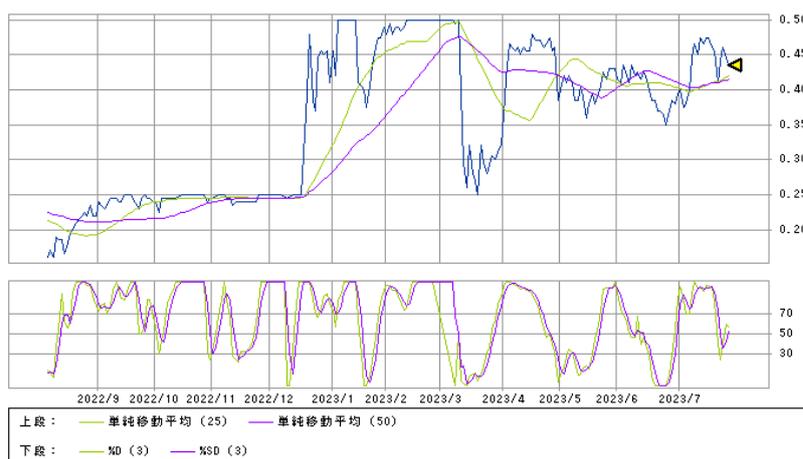
- ① ようやく企業の賃金・価格設定行動に変化の兆しが出てきた
- ② 2%の物価目標を変えることはない
- ③ 当面はYCC政策を続けていき、マイナス金利の早期解除も否定的
- ④ 「金融引き締めが遅れるリスク」より「拙速な緩和修正で2%目標達成を失するリスク」を恐れる

と、言行不一致を感じさせない公式見解を（当然ながら）述べている。

7月に「出口戦略」の第1歩に踏み込むことなく、9月以降に変更するならば、

- ① その時点では、FRB、ECBともに金融引き締め対応は一段落・様子見となっていることが想定される。そのタイミングで日銀が修正（引き締め）に動くのなら「円高への反転」リスクが非常に高い
- ② 今秋には、「内閣改造」「衆院解散・総選挙」などの政治イベントも想定され、その前後では日銀はますます動きづらくなる
- ③ 政府が実施している「電力・ガス代の補助政策」が9月で終了する予定なので、10月からはその反動（＝消費者物価公表値の上振れ）が想定される

日本10年債利回り（日足：1年）



【 3か月間の想定レンジ 】

日本長期金利（国債指標物：0.436%） : 0.35%↑ ~ 0.75%↑

V. 為替市場動向と見通し

ドル円相場は6月30日に、1ドル=145円07銭までドル高・円安が進んだ。7月中旬からは、米国の物価上昇の鈍化を受けてFRBが引き締め姿勢を軟化させるとの観測と、日銀が7月の金融政策決定会合で政策修正を行うとの損側が高まり、7月14日には1ドル=137円27銭まで円が反転上昇した。円売りポジションを解消する動きから、短期間での円高となった。

ユーロ円相場は、ECBの継続的な政策金利引き上げ姿勢を反映したユーロ買いから、5月に2回付けた151円の高値水準を超えると、一気に158円水準までユーロ高となり、6月28日（158円00銭）、7月21日（158円04銭）のダブル・トップを形成している。

米ドル円レート（日足）



ユーロ円レート（日足）



為替見通し

1ドル=140円を超えた円安水準は、政府・当局において「円安進行を阻止」する水準であることが6月の対応によって明らかになった。円安がさらに進行するならば、日銀が別の表向き理由を付けてでもYCC政策を“修正”するとの観測が連想されるようになってきた。

7月から9月にかけては、日米金利差などのファンダメンタルズ要因を背景とした「ドル高」センチメントは継続すると見られ、日米の短期金利差が現行のままであるなら、円買いポジションのコストは重いことから、円買い・ドル売りの持ち高は構築しにくい状況が続く。

一方で、FRB、ECBともに昨年からの急速な政策金利の引き上げ対応は最終局面にあることも、タイミングやモーメンタムは意識せざるを得なくなる。

今年後半は、日銀の政策変更への関心・注目が徐々に高まっていくことが想定されるので、円安ポジションを積むにはリスクが高まってくる。

ECBも、「インフレ上昇モーメンタムが鈍化する兆しを確認するまで、利上げを継続する」との一貫した強硬姿勢に変化はないが、今月の理事会後のラガルド総裁の発言「今後は会合の時点での状況により毎回判断していく」という、パウエルFRB議長が6月以降繰り返している発言のニュアンスに微妙にシフトしてきた印象もある。ユーロ市場の金利上昇による金利差要因からのユーロ買いのモーメンタムは、徐々に減衰していくのではないかと。

今年の後半は、

- ① FRB、ECBの政策金利引き上げの一段落、日銀による政策修正の可能性
- ② 日本の貿易赤字がピークアウトから急速に縮小
- ③ 日本市場への投資資金の流入（アジア市場内での資金シフト）

などから、“円高反転”の可能性が高い。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (139.79円) : 135 ~ 150円

ユーロ円レート (153.65円) : 145 ~ 165円

VI. 株式市場動向と見通し

外国株

((米国株))

7月に入ってNYダウ平均株価は上昇基調となり、25日まで12営業日連騰となった。2017年2月以来、6年5ヵ月ぶりである。

月初の34000ドルから+1500ドル(+4.5%)ほど上昇した。

- ① リセッション懸念が後退して楽観論（ソフトランディング）の台頭
- ② 物価上昇モーメントの減速確認
- ③ FRBによる金融引き締め政策の終焉観測
- ④ 4～6月期決算が事前予想を上回る発表が多い
- ⑤ 機関投資家、個人投資家での先行き強気マインドが増加

NYダウ平均株価（日足：1年）



NYダウ平均株価（週足：5年）



SP500指数（日足：1年）



SP500指数（週足：5年）



((欧州株))

米国株と異なりトレンドは横這い基調が続き、上値の重い展開が続いている。
 ファンダメンタルズ要因（景気・物価動向）の違いを素直に反映している。
 英国FTSE100指数は右肩下がりで、景気鈍化・インフレ亢進・金利上昇による
 スタグフレーション懸念が強い。

ユーロファースト300 (日足：1年)



FTSE100指数 (日足：1年)



ドイツDAX指数 (日足：1年)



フランスCAC40指数 (日足：1年)



((中国株))

上海総合指数 (日足：1年)



香港ハンセン指数 (日足：1年)



日本株

(1) 企業業績

| 《 日経平均 業績・資産予想 》 | … 日経新聞発表 (毎日) | | |
|------------------|---------------|----------|----------|
| | (5月29日) | (6月29日) | (7月27日) |
| 株価 | : 31233円 | 33234円 | 32891円 |
| PER | : 14.29倍 | 15.29倍 | 15.22倍 |
| EPS | : 2185円↑ | 2174円 | 2161円↓ |
| PBR | : 1.28倍 | 1.37倍 | 1.37倍 |
| BPS | : 24400円↑ | 24258円↓ | 24008円↓ |

日経新聞公表の2023年度業績予想（EPS値）は、2ヵ月連続で減少。
直近3ヵ月間で日経平均株価は、28620円から32891円まで+15%上昇。
業績予想効果（EPSの増減）で+3%、株価プレミアム（PERの増減）の拡大で+14%と分解される。株式投資へのセンチメント改善（＝リスクテイク・マインドの回復）が寄与している。

7月上旬に発表された、大手証券3社（野村証券、大和証券、SNBC日興証券）の2023年度の業績予想値は、野村証券（対象社数266社）+4.2%、大和証券（同200社）+2.8%、SMBC日興証券（同227社）▲1%減。

“ひと桁台前半”程度の微増益と慎重な見通し。

- ① 欧州・中国景気の落ち込み
- ② 欧米の金利上昇の影響
- ③ 原材料価格上昇の影響と製品価格への転嫁状況
- ④ 人件費コスト増の影響
- ⑤ 半導体の数量確保の不透明さ

それでも直近では、米国景気への楽観論、堅調な国内消費、自動車生産の拡大などのプラス要因から、上方修正期待が高まっている。これから始まる4～6月期業績発表により、今期“ひと桁台後半”から+10%水準の増益が見えてくるのかがポイント。

(2) 投資家動向

外国人投資家は、4～6月の3ヵ月間で現物株を6.1兆円買い越した。足の速い短期スタンスの投資家は4・5月から買いに動いており、6月に入ってから利食い売りに転じているので、後半からは“買い越し一服感”が出ている。

2020～22年の3年間で累計（先物込み）13兆円売り越しており、「まだ買い戻す余地はある」と観測（期待）されている。さらに中・長期スタンスの機関投資家での強気な投資判断が増えてきている。

個人投資家は4～6月の3ヵ月間で現物株を2兆9128億円、“利益確定の売り”を行った。

その結果、待機資金（証券口座でのMRF残高）は過去25年間では最高の金額まで積み上がっている。6月末時点では15.2兆円の残高と推計され、直近3ヵ月では2兆円増加した。タイミングを見ての“押し目買い”を狙っている。

信託銀行（年金基金の資金）も4～6月には2兆7105億円売り越しと個人投資家に匹敵する売却を行った。

個人投資家・年金基金ともに、日本株に押し目があれば、再度買い付けに出ることが予想される。

日銀が保有している株価指数連動型ETFは、7月26日（日経平均＝32668円）時点では、時価金額61兆円、含み益24兆円、と推測される。

ETFからの分配金収入（23年度）は1兆2400億円に達する。国債からの利息収入（6000億円）規模の2倍の金額になる。

(3) 東京株式市場

((注目業種))

半導体受託生産の世界的大手メーカーの台湾積体回路製造 (TSMC) が7月20日に発表した4～6月期決算は、四半期ベースでは約4年ぶりの減収減益決算となった。2023年の売上高見通しを下方修正した。AI関連は引き続き牽引するが世界経済停滞の影響が大きい。

半導体露光装置メーカー世界トップのASMLホールディング (蘭) の4～6月期の受注高は、前年同期比▲46%の大幅な減少。先端品の見通しも下方修正された。

ソシオネクスト (日足：1年)



アドバンテスト (日足：1年)



ウォーレン・バフェット・バークシャー・ハザウェイ会長が保有株の買い増しを表明したことで買い材料となった総合商社株も、上昇一服で高値圏での保ち合い推移。景気動向・商品市況に左右される事業・収益構造に変化は無く、国際商品市況の低迷、中国の景気動向などの弱気材料から、資源関連事業の利益は前年同期比で大幅な減益となる見込み。

三菱商事 (日足：1年)



伊藤忠商事 (日足：1年)



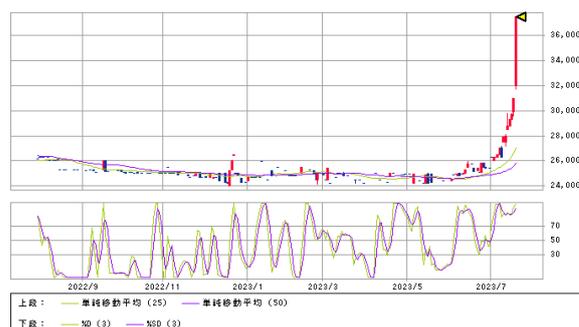
日銀の金融政策の修正・正常化に向かう観測・期待から、出遅れていた銀行株にも見直しの買いが入り、水準訂正を初めている。

日本銀行株（出資証券：ジャスダック市場上場）も、個人投資家の投機的資金で人気化して大幅高の動きを見せたが、金利政策の修正、金利上昇は日銀本体にはネガティブ材料である。

三菱UFJ・FG（日足：1年）



日本銀行（日足：1年）



【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（32891円）： 29000円 ～ 34000円
 （ご参考） 日経平均予想EPS = 2161円
 PER（株価収益率）上値想定 = 15倍
 2161円 × 15倍 = 32415円

（以上）

（ご留意頂きたい事項）

本稿で記載されている経済統計および金融市場データは発表元ならびに各種の情報媒体から入手・加工したものであり、正確性と安全性を必ずしも保証するものではありません。記述の内容は筆者の個人的な知見、判断、著述形式に拠る投資情報と投資アイデアの提供が目的であり、予想の結果や将来の投資成果を保証するものではありません。